

投资评级 优于大市 维持

营收利润稳健增长，物业运营成绩亮眼

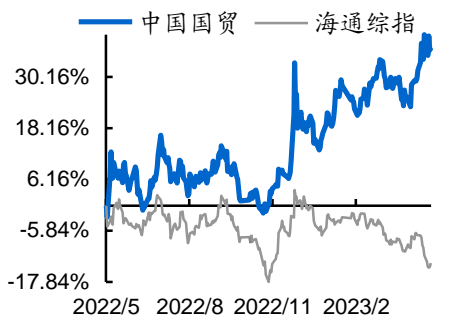
股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 04月28日收盘价(元) | 18.54 |
| 52周股价波动(元) | 13.23-19.80 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 1007/1007 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 18675/18675 |

相关研究

《营收和归母净利润双增长，货币资金增加》
 2022.04.04

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-----|-----|------|
| 绝对涨幅(%) | 9.4 | 4.2 | 6.9 |
| 相对涨幅(%) | 8.6 | 5.2 | 10.6 |

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- **营收利润稳增长。**2023年一季度，公司实现营业收入9.58亿元，同比增加6.12%；实现净利润3.2亿元，同比增长19.38%；实现归母净利润3.2亿元，同比增长19.42%。
- **写字楼租金出租率均表现亮眼。**2023年一季度，公司写字楼平均租金为639元/平方米/月，较2022年同期增长14元/平方米/月，平均出租率为96.1%，较2022年同期增长0.4个百分点。其中三期B写字楼平均租金高于2022年同期，主要是由于新租及续租平均租金提高。
- **商城平均租金涨幅明显。**
 - 1) 2023年一季度，公司商城平均租金为1281元/平方米/月，较2022年同期增长37元/平方米/月，平均出租率为98.7%，较2022年同期下降0.5个百分点。
 - 2) 其中三期B写字楼平均租金高于上年同期，主要是由于新租及续租平均租金提高。其中一期商城平均租金低于2022年同期，主要是由于2023年一季度按照一期商城租户销售额一定比例收取的提成租金收入有所减少；三期B商城平均租金高于2022年同期，主要是由于2022年同期有租户缩减原约定的租区面积，公司根据《企业会计准则》规定，相应冲减了之前按直线法确认的部分租金收入，造成上年同期平均租金降低。
- **利润率攀升，资产结构持续改善。**2023年一季度，公司毛利率为60.62%，较2022年同期上升3.73个百分点；净利率为33.34%，较2022年同期上升3.71个百分点；三项费用率为7.08%，较2022年同期下降0.78个百分点。负债结构方面，截至2023年一季度末，公司资产负债率为28.10%，较2022年同期下降3.87个百分点；货币资金为40.10亿元，同比增长14.23%。
- **投资建议：维持“优于大市”评级。**未来公司将抓住北京市培育建设国际消费中心城市等战略机遇，重点围绕北京市传统商圈布局，推进国贸商圈改造升级，强化科技赋能，进一步提升公司的核心竞争力。我们预计公司2023-2024年EPS分别为1.23元、1.34元，给予公司2023年18-20XPE，合理价值区间在22.14-24.6元，维持公司“优于大市”评级。
- **风险提示：经济下行导致写字楼、商城需求不足。**

分析师:涂力磊

Tel:(021)23219747

Email:tl15535@haitong.com

证书:S0850510120001

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3586 | 3442 | 3614 | 3803 | 3974 |
| (+/-)YoY(%) | 15.8% | -4.0% | 5.0% | 5.2% | 4.5% |
| 净利润(百万元) | 1024 | 1116 | 1237 | 1352 | 1432 |
| (+/-)YoY(%) | 24.0% | 9.0% | 10.9% | 9.3% | 5.9% |
| 全面摊薄EPS(元) | 1.02 | 1.11 | 1.23 | 1.34 | 1.42 |
| 毛利率(%) | 55.7% | 56.5% | 61.4% | 61.5% | 61.5% |
| 净资产收益率(%) | 11.9% | 12.2% | 12.8% | 13.3% | 13.3% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

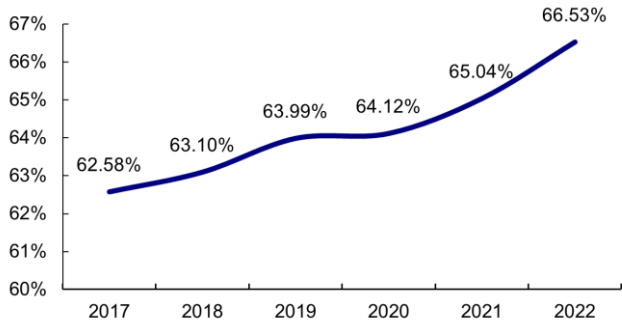
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

附录:

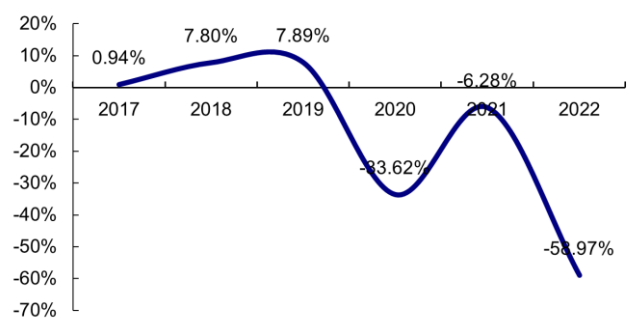
表1 公司 2022 和 2023 年 1 季报利润表情况

| 单位: 百万元 | 1Q2022 | 1Q2023 | YOY% | 2022 | 海通分析 |
|----------------|--------|--------|----------|---------|----------------------|
| 一、营业总收入 | 903.19 | 958.44 | 6.12 | 3442.28 | |
| 二、营业总成本 | 549.91 | 537.02 | -2.34 | 2099.09 | |
| 营业成本 | 389.38 | 377.46 | -3.06 | 1496.31 | |
| 营业税金及附加 | 89.45 | 91.82 | 2.65 | 362.97 | |
| 销售费用 | 21.06 | 20.39 | -3.16 | 73.67 | |
| 管理费用 | 25.63 | 29.16 | 13.79 | 121.48 | |
| 财务费用 | 24.36 | 18.32 | -24.80 | 44.49 | |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | - | 0.00 | |
| 投资净收益 | 0.75 | 0.77 | 2.79 | 3.04 | |
| 三、营业利润 | 355.14 | 423.72 | 19.31 | 1382.02 | |
| 加: 营业外收入 | 2.58 | 3.60 | 39.75 | 113.91 | 主要是收到租户提前解约的违约罚款收入增加 |
| 减: 营业外支出 | 0.00 | 0.26 | 10263.47 | 2.18 | |
| 四、利润总额 | 357.71 | 427.06 | 19.39 | 1493.75 | |
| 减: 所得税 | 89.94 | 107.39 | 19.40 | 376.89 | |
| 五、净利润 | 267.77 | 319.67 | 19.38 | 1116.85 | |
| 减: 少数股东损益 | 0.19 | 0.13 | -30.91 | 0.98 | |
| 归属母公司净利润 | 267.58 | 319.54 | 19.42 | 1115.87 | |
| 六、每股收益: | | | | | |
| 调整后的稀释每股收益 (元) | 0.27 | 0.32 | 18.52 | 1.11 | |

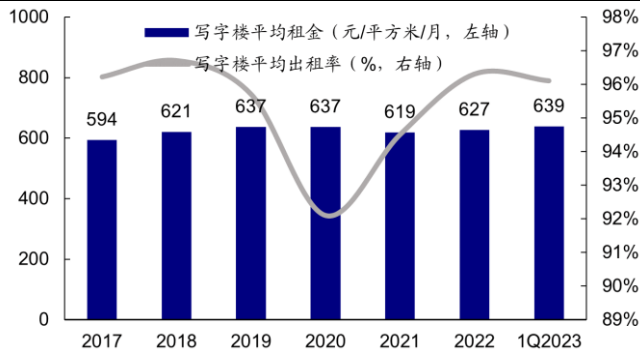
资料来源: 公司 2022 年年报、2022 年一季报、2023 年一季报, 海通证券研究所

图 1 公司 2017-2022 年物业租赁及管理销售毛利率


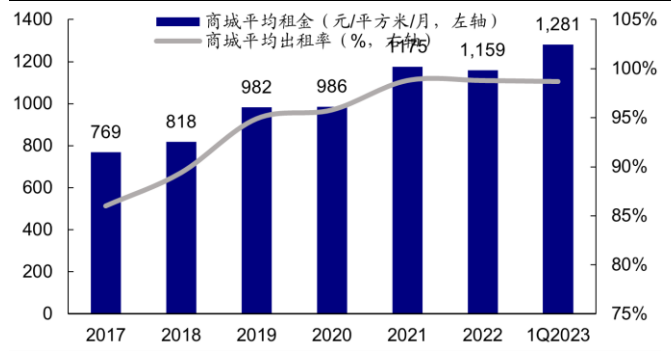
资料来源: 公司 2017-2022 年年报, 海通证券研究所

图 2 公司 2017-2022 年酒店经营毛利率


资料来源: 2017-2022 年年报, 海通证券研究所

图 3 2017-2022 年、2023 年 1Q 公司写字楼平均租金和出租率


资料来源：公司 2017-2022 年报、2023 年一季报，海通证券研究所

图 4 2017-2022 年、2023 年 1Q 公司商城平均租金和出租率


资料来源：公司 2017-2022 年报、2023 年一季报，海通证券研究所

表 2 公司资产负债表、现金流量表和其他核心财务数据分析

| (%) | 1Q2022 | 1Q2023 | Ppt | 2022 |
|----------|--------|--------|-------|-------|
| 毛利率 | 56.89 | 60.62 | 3.73 | 56.53 |
| 净利率 | 29.63 | 33.34 | 3.71 | 32.42 |
| 资产负债率 | 31.97 | 28.10 | -3.87 | 28.68 |
| 有息负债率 | 31.70 | 27.82 | -3.88 | 28.37 |
| 三项费用占收入比 | 7.87 | 7.08 | -0.78 | 6.96 |
| ROE (摊薄) | 3.01 | 3.38 | 0.37 | 12.20 |

| (百万元) | 1Q2022 | 1Q2023 | YOY% | 2022 |
|-------------|----------|----------|--------|----------|
| 总资产 | 13088.49 | 13169.60 | 0.62 | 12827.29 |
| 归母净资产 | 8901.53 | 9464.99 | 6.33 | 9145.45 |
| 货币现金 | 3510.93 | 4010.46 | 14.23 | 3495.14 |
| 预收账款及合同负债 | 109.08 | 118.21 | 8.37 | 129.29 |
| 一年内到期的非流动负债 | 524.56 | 21.22 | -95.96 | 17.99 |
| 经营活动现金流净额 | 601.88 | 558.65 | -7.18 | 1824.33 |

资料来源：公司 2022 年年报、2022 年一季报、2023 年一季报，海通证券研究所

表 3 市场可比公司估值情况

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿港元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|----------|-------|--------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E |
| 00017.HK | 新世界发展 | 525 | 0.43 | 0.38 | 0.39 | 39.73 | 44.88 | 43.66 |
| 00960.HK | 龙湖集团 | 1354 | 4.08 | 3.99 | 4.29 | 4.26 | 4.36 | 4.06 |
| 00101.HK | 恒隆地产 | 644 | 0.76 | 1.15 | 1.28 | 15.37 | 10.13 | 9.13 |
| 均值 | | | | | | 19.79 | 19.79 | 18.95 |

注：收盘价为 2023 年 4 月 28 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。1 港元=0.88 人民币

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：经济下行导致写字楼、商城需求不足。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 3442 | 3614 | 3803 | 3974 |
| 每股收益 | 1.11 | 1.23 | 1.34 | 1.42 | 营业成本 | 1496 | 1396 | 1465 | 1532 |
| 每股净资产 | 11.43 | 9.57 | 10.11 | 10.68 | 毛利率% | 56.5% | 61.4% | 61.5% | 61.5% |
| 每股经营现金流 | 2.28 | 1.17 | 1.55 | 1.54 | 营业税金及附加 | 363 | 371 | 390 | 411 |
| 每股股利 | 0.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 10.5% | 10.3% | 10.2% | 10.4% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 74 | 90 | 68 | 72 |
| P/E | 16.73 | 15.09 | 13.81 | 13.04 | 营业费用率% | 2.1% | 2.5% | 1.8% | 1.8% |
| P/B | 1.62 | 1.94 | 1.83 | 1.74 | 管理费用 | 121 | 141 | 148 | 155 |
| P/S | 5.43 | 5.17 | 4.91 | 4.70 | 管理费用率% | 3.5% | 3.9% | 3.9% | 3.9% |
| EV/EBITDA | 5.89 | 9.73 | 8.73 | 8.02 | EBIT | 1423 | 1645 | 1760 | 1838 |
| 股息率% | 3.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 44 | 4 | -7 | -22 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 1.3% | 0.1% | -0.2% | -0.5% |
| 毛利率 | 56.5% | 61.4% | 61.5% | 61.5% | 资产减值损失 | 0 | 10 | 7 | 5 |
| 净利润率 | 32.4% | 34.2% | 35.5% | 36.0% | 投资收益 | 3 | 3 | 2 | 2 |
| 净资产收益率 | 12.2% | 12.8% | 13.3% | 13.3% | 营业利润 | 1382 | 1653 | 1776 | 1867 |
| 资产回报率 | 8.7% | 9.7% | 10.2% | 10.3% | 营业外收支 | 112 | 43 | 53 | 70 |
| 投资回报率 | 9.4% | 10.5% | 11.0% | 11.0% | 利润总额 | 1494 | 1696 | 1829 | 1937 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1919 | 1738 | 1853 | 1932 |
| 营业收入增长率 | -4.0% | 5.0% | 5.2% | 4.5% | 所得税 | 377 | 458 | 475 | 504 |
| EBIT 增长率 | -1.3% | 15.6% | 7.0% | 4.4% | 有效所得税率% | 25.2% | 27.0% | 26.0% | 26.0% |
| 净利润增长率 | 9.0% | 10.9% | 9.3% | 5.9% | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 1116 | 1237 | 1352 | 1432 |
| 资产负债率 | 28.7% | 24.8% | 23.3% | 22.6% | | | | | |
| 流动比率 | 2.52 | 2.89 | 3.08 | 3.39 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 2.48 | 2.85 | 3.04 | 3.35 | 货币资金 | 3495 | 3563 | 4130 | 4792 |
| 现金比率 | 2.24 | 2.56 | 2.78 | 3.08 | 应收账款及应收票据 | 377 | 386 | 375 | 420 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 32 | 38 | 42 | 37 |
| 应收账款周转天数 | 39.00 | 38.00 | 36.00 | 36.00 | 其它流动资产 | 32 | 29 | 27 | 27 |
| 存货周转天数 | 7.80 | 7.81 | 7.77 | 7.79 | 流动资产合计 | 3937 | 4016 | 4574 | 5274 |
| 总资产周转率 | 0.27 | 0.28 | 0.29 | 0.29 | 长期股权投资 | 27 | 29 | 32 | 34 |
| 固定资产周转率 | 2.14 | 2.36 | 2.60 | 2.85 | 固定资产 | 1564 | 1495 | 1426 | 1360 |
| | | | | | 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 无形资产 | 464 | 448 | 433 | 417 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 8890 | 8803 | 8716 | 8631 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 12827 | 12819 | 13289 | 13905 |
| 净利润 | 1116 | 1237 | 1352 | 1432 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 应付票据及应付账款 | 84 | 71 | 108 | 79 |
| 非现金支出 | 496 | 83 | 86 | 88 | 预收账款 | 39 | 42 | 44 | 46 |
| 非经营收益 | 85 | 29 | 10 | -11 | 其它流动负债 | 1439 | 1277 | 1333 | 1431 |
| 营运资金变动 | 127 | -174 | 112 | 37 | 流动负债合计 | 1562 | 1390 | 1485 | 1556 |
| 经营活动现金流 | 1824 | 1176 | 1561 | 1548 | 长期借款 | 1635 | 1085 | 810 | 673 |
| 资产 | -70 | 38 | 48 | 62 | 其它长期负债 | 481 | 699 | 807 | 915 |
| 投资 | 0 | -3 | -2 | -2 | 非流动负债合计 | 2116 | 1784 | 1617 | 1588 |
| 其他 | 0 | 5 | 4 | 4 | 负债总计 | 3678 | 3174 | 3102 | 3144 |
| 投资活动现金流 | -70 | 40 | 49 | 63 | 实收资本 | 1007 | 1007 | 1007 | 1007 |
| 债权募资 | -560 | -332 | -167 | -29 | 归属于母公司所有者权益 | 9145 | 9640 | 10181 | 10754 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 4 | 5 | 6 | 7 |
| 其他 | -705 | -817 | -876 | -920 | 负债和所有者权益合计 | 12827 | 12819 | 13289 | 13905 |
| 融资活动现金流 | -1265 | -1149 | -1043 | -949 | | | | | |
| 现金净流量 | 489 | 68 | 567 | 662 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 28 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华侨城 A, 新湖中宝, 碧桂园, 华润置地, 保利物业, 碧桂园服务, 天健集团, 金科股份, 建发股份, 卓越商企服务, 融创服务, 万物云, 保利发展, 锦和商管, 华发股份, 金地集团, 龙湖集团, 中国海外发展, 招商蛇口, 张江高科, 美的置业, 远洋服务, 越秀服务, 首开股份, 陆家嘴, 万科 A, 绿城中国, 中国金茂, 建发国际集团, 新城控股

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|-----------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。